

Heidelberger Schriften
zum Wirtschaftsrecht und Europarecht

84

Tobias Krause

Investmenttreuhand und Investmentgesamthand



Nomos

Heidelberger Schriften
zum Wirtschaftsrecht und Europarecht

Herausgegeben von
Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Peter Hommelhoff
Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Peter-Christian Müller-Graff

Band 84

Tobias Krause

Investmenttreuhand und Investmentgesamthand



Nomos

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zugl.: Heidelberg, Univ., Diss., 2017

ISBN 978-3-8487-4895-2 (Print)

ISBN 978-3-8452-9082-9 (ePDF)

1. Auflage 2018

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2018. Gedruckt in Deutschland. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Meinen Eltern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit entstand in der Zeit vom Sommersemester 2014 bis zum Sommersemester 2015. Sie wurde im Dezember 2017 von der rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität Heidelberg als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur wurden bis Anfang Februar 2018 berücksichtigt.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater Herrn Prof. Dr. *Stefan J. Geibel*, an dessen Lehrstuhl ich parallel zur Erstellung der Dissertation und auch bereits während meines Studiums arbeiten durfte. Zudem danke ich Prof. Dr. *Christoph A. Kern*, LL.M. (Harvard) für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens.

Weiterhin gilt mein Dank meinen Lehrstuhlkollegen, insbesondere Herrn *Jan-David Geiger* für viele hilfreiche Anregungen und die kritische Durchsicht des Manuskripts.

Ferner möchte ich auch Frau *Katrin Menhart*, LL.M. für ihre Unterstützung als Mentorin und die interessanten Einblicke in die Praxis der Banken- und Kapitalmarktregulierung danken.

Mein ganz besonderer Dank gilt schließlich meinen Eltern, für ihren Rückhalt und die Unterstützung während meiner gesamten juristischen Ausbildung. Ihnen ist dieses Buch gewidmet.

Mannheim, im April 2018

Tobias Krause

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	15
Einleitung	17
I. Problemstellung	17
II. Gang der Untersuchung	18
1. Kapitel Begriffsklärung und Entwicklung der Investmenttreuhand und der Investmentgesamthand	19
I. Begriffsbestimmung und Entwicklung der Investmenttreuhand	19
1. Begriffsbestimmung der Investmenttreuhand	19
2. Historische Entwicklung der Investmenttreuhand	22
a) Einflüsse des anglo-amerikanischen Trustrechts auf das Modell der Investmenttreuhand	22
b) Entwicklung der Investmenttreuhand vom KAGG zum KAGB	24
aa) Die erstmalige Regelung durch das KAGG	24
bb) Die Novellierungen des KAGG	26
cc) Die Einführung des InvG durch das Investmentmodernisierungsgesetz	29
dd) Die Novellierungen des InvG	31
ee) Die Einführung des KAGB	33
II. Begriffsklärung und Entwicklung der Investmentgesamthand	34
1. Begriffsbestimmung der Investmentgesamthand	34
2. Historische Entwicklung der Investmentgesamthand bis hin zum KAGB	36
a) Erste Ansätze zur Regulierung der Publikumspersonengesellschaften	36
b) Die Aufnahme der Prospekthaftung in das VerkProspG	39
c) Die Einführung des VermAnlG	41
d) Die Einführung des KAGB	43
III. Fazit bezüglich der historischen Entwicklung	43

2. Kapitel	Rechtliche Ausgestaltung von Investmenttreuhand und Investmentgesamthand im KAGB	45
I.	Die Investmenttreuhand im KAGB	45
II.	Die Investmentgesamthand im KAGB	50
1.	Die dingliche Zuordnung des Anlagevermögens	51
2.	Die Verwaltung des Anlagevermögens in der Investmentgesamthand	53
a)	Die externe Verwaltung der Investmentkommanditgesellschaft	55
aa)	Geschäftsführungsbefugnis der KVG	56
bb)	Gesetzliche Vertretungsmacht der KVG?	62
cc)	Gesetzliche Verfügungsmacht der KVG?	66
dd)	Pflicht zur rechtsgeschäftlichen Bevollmächtigung der KVG	70
ee)	Zwischenfazit	76
b)	Die interne Verwaltung der Investmentkommanditgesellschaft	76
3.	Fazit zur rechtlichen Einordnung der Investmentgesamthand im KAGB	78
III.	Exkurs: Die Investmentaktiengesellschaft	79
1.	Historische Entwicklung der Investmentaktiengesellschaft	79
2.	Die dingliche Zuordnung des Vermögens in der Investmentaktiengesellschaft	80
3.	Die Verwaltung des Vermögens in der Investmentaktiengesellschaft	81
a)	Die externe Verwaltung der Investmentaktiengesellschaft	81
b)	Die interne Verwaltung der Investmentaktiengesellschaft	82
3.	Fazit zur rechtlichen Einordnung der Investmentaktiengesellschaft	83
IV.	Fazit bezüglich der rechtlichen Ausgestaltung	84
3. Kapitel	Der Anteil, die Verbriefung und die Anteilsrücknahme bei der Investmenttreuhand und Investmentgesamthand	85
I.	Beteiligungsverhältnisse an einer Investmenttreuhand	85
1.	Der Anteil und dessen Verbriefung	85
a)	Der Anteil am Sondervermögen	86

b)	Die Verbriefung des Anteils in Form des Anteilscheins	92
aa)	Regelungszweck und Rechtsnatur des Anteilscheins	92
bb)	Umfang der Verbriefung	94
cc)	Ausgestaltung des Anteilscheins	95
2.	Die Rücknahme von Anteilen an einem Sondervermögen	98
3.	Zwischenfazit bezüglich des Sondervermögens	102
II.	Beteiligungsverhältnisse an einer Investmentgesamthand	102
1.	Die Ausgestaltung des Anteils an der Investmentkommanditgesellschaft	103
a)	Der Anteil an der offenen Investmentkommanditgesellschaft	103
b)	Der Anteil an der geschlossenen Investmentkommanditgesellschaft	106
2.	Rücknahme von Anteilen bei der Investmentkommanditgesellschaft	108
a)	Die Anteilsrücknahme in der offenen Investmentkommanditgesellschaft	108
aa)	Die Rücknahmemöglichkeit in der offenen Investmentkommanditgesellschaft	108
bb)	Die ordentliche Kündigung des Kommanditanteils	109
cc)	Die außerordentliche Kündigung des Kommanditanteils	111
b)	Die Anteilsrücknahme in der geschlossenen Investmentkommanditgesellschaft	112
aa)	Der Ausschluss der ordentlichen Kündigung und der Auflösungsklage	112
bb)	Die außerordentliche Kündigung des Kommanditanteils	114
(1)	Vorliegen eines wichtigen Grundes für einen einzelnen Gesellschafter	114
(2)	Vorliegen eines wichtigen Grundes für alle Gesellschafter	116
(3)	Zumutbare Anpassungsmaßnahmen im Fall fehlender gesellschaftsvertraglicher Regelungen	124
(a)	Ausgangslage in der geschlossenen Investmentkommanditgesellschaft	124
(b)	Situation in der (Publikums-) Kommanditgesellschaft	125

	(c) Schlussfolgerung für die geschlossene Investmentkommanditgesellschaft	127
	(d) Fazit	128
	(4) Rechtsfolgen der außerordentlichen Kündigung	129
	cc) Situation des Treuhandkommanditisten	129
	3. Qualifizierung der Investmentkommanditgesellschaftsanteile als Wertpapiere?	129
III.	Fazit bezüglich der Anteile und ihrer Ausgestaltung	132
4. Kapitel	Haftungskonstellationen in Investmenttreuhand und Investmentgesamthand	133
I.	Die Haftung der KVG	133
1.	Außenhaftung der KVG	133
a)	Vor Inkrafttreten des KAGB	134
aa)	Situation in der Investmenttreuhand	134
bb)	Situation in der Investmentgesamthand	135
b)	Nach Einführung des KAGB	136
aa)	Situation in der Investmenttreuhand	136
bb)	Situation in der Investmentgesamthand	137
2.	Innenhaftung der KVG	138
a)	Vor Inkrafttreten des KAGB	138
aa)	Situation in der Investmenttreuhand	138
bb)	Situation in der Investmentgesamthand	141
b)	Nach Einführung des KAGB	143
aa)	Situation in der Investmenttreuhand	143
bb)	Situation in der Investmentgesamthand	145
3.	Fazit zur Haftung der KVG	145
II.	Die Haftung der Verwahrstelle	146
1.	Situation vor Einführung des KAGB	146
2.	Situation nach Einführung des KAGB	150
a)	Verschuldensunabhängige Haftung bei Abhandenkommen eines Finanzinstruments	151
b)	Haftung für schuldhafte Pflichtverletzungen	153
c)	Inhalt des Schadensersatzanspruches	155
d)	Geltendmachung des Schadensersatzanspruches	156
e)	Weitergehende Haftungsansprüche	157
3.	Fazit zur Haftung der Verwahrstelle	158
III.	Haftung der Anleger	159
1.	Außenhaftung der Anleger	159

a)	Vor Inkrafttreten des KAGB	159
aa)	Situation in der Investmenttreuhand	159
bb)	Situation in der Investmentgesamthand	160
b)	Nach Einführung des KAGB	166
aa)	Situation in der Investmenttreuhand	166
bb)	Situation in der Investmentgesamthand	167
2.	Innenhaftung der Anleger	173
a)	Vor Einführung des KAGB	173
aa)	Situation in der Investmenttreuhand	173
bb)	Situation in der Investmentgesamthand	174
b)	Nach Einführung des KAGB	176
aa)	Situation in der Investmenttreuhand	176
bb)	Situation in der Investmentgesamthand	177
3.	Fazit zur Haftung der Anleger	183
IV.	Prospekthaftung und Haftung für wesentliche Anlegerinformationen	183
1.	Vor der Einführung des KAGB	184
a)	Situation in der Investmenttreuhand	184
aa)	Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit wesentlicher Angaben im Verkaufsprospekt	185
bb)	Haftungsbegründende Kausalität	187
cc)	Beweislast bezüglich der haftungsbegründenden Kausalität	189
dd)	Haftung für wesentliche Anlegerinformationen	190
ee)	Konkurrenzverhältnis zur bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung im engeren Sinne	192
b)	Situation in der Investmentgesamthand	194
aa)	Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit wesentlicher Angaben im Verkaufsprospekt	194
bb)	Haftungsbegründende Kausalität und Beweislast	196
cc)	Vermögensanlagen-Informationsblatt	197
dd)	Personengesellschaften als Haftungsadressaten	199
ee)	Konkurrenzverhältnis zur bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung im engeren Sinne	202
c)	Zwischenfazit	203
2.	Nach der Einführung des KAGB	204
a)	Unrichtige oder unvollständige Angaben im Verkaufsprospekt	204
b)	Haftung für wesentliche Anlegerinformationen	207
c)	Haftungsbegründende Kausalität und Beweislast	210
d)	Investmentkommanditgesellschaften als Haftungsadressaten	211

Inhaltsverzeichnis

e) Konkurrenzverhältnis zur bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung im engeren Sinne	219
V. Fazit bezüglich der Haftungskonstellationen	223
Zusammenfassung	225
Literaturverzeichnis	227

Abkürzungsverzeichnis

AIF	Alternativer Investmentfonds
AIFM	Alternativer Investmentfondsmanager
Aufl.	Auflage
AuslInvestmG	Gesetz über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile
BörsG	Börsengesetz
BR-Drucks.	Bundesratsdrucksache
BT-Drucks.	Bundestagsdrucksache
d.h.	das heißt
ders.	derselbe
dies.	dieselbe/n
FG	Freundesgabe
FS	Festschrift
GS	Gedächtnisschrift
i. V.m.	in Verbindung mit
InvG	Investmentgesetz
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KVG	Kapitalverwaltungsgesellschaft
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
RL	Richtlinie
sog.	sogenannte/r/s
u.a.	und andere
VerkProspG	Verkaufsprospektgesetz
VermAnlG	Gesetz über Vermögensanlagen
VermVerkProspV	Verordnung über Vermögensanlagen-Verkaufsprospekte
vgl.	vergleiche
WpDVerOV	Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung

Weitere gebräuchliche Abkürzungen erfolgen nach *Kirchner, Hildebert/Böttcher, Eike*, Abkürzungsverzeichnis der Rechtsprache, 8. Auflage, Berlin 2015.

Einleitung

I. Problemstellung

Mit dem am 22.07.2013 in Kraft getretenen Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) hat der Gesetzgeber die Umsetzung der AIFM-Richtlinie zum Anlass genommen, ein umfassendes und in sich geschlossenes Regelungswerk für Investmentfonds und deren Manager zu schaffen.¹ Das KAGB versucht dabei, nicht nur offene und geschlossene Fonds erstmals in einem Gesetz zu vereinen, sondern auch viele der bisherigen Probleme zu beheben, und dadurch insbesondere für die Privatanleger ein einheitlich hohes Schutzniveau zu schaffen. Zu diesem Zweck statuiert das KAGB nicht nur einen *numerus clausus* der Gesellschaftsformen sowie zahlreiche aufsichtsrechtliche Regelungen, sondern trifft auch Vorgaben für die Ausgestaltung der offenen und geschlossenen Fondskonstruktionen. War lange Zeit mit der Aussage, ob es sich um einen offenen oder geschlossenen Fonds handelt, zugleich auch das dahinterstehende rechtliche Konstruktionsmodell klar, so ist dies im KAGB nicht mehr der Fall. In der bisherigen Investmentlandschaft ließ sich ein Großteil dieser Konstellationen im Kern auf zwei entscheidende Konzeptionen zurückführen: die Investmenttreuhand und die Investmentgesamthand. Diese beiden Fondskonstruktionsmodelle bilden den Mittelpunkt der vorliegenden Untersuchung. So soll im Verlauf der Arbeit aufgezeigt werden, wie sich diese beiden Konstruktionsmodelle durch die Einführung des KAGB angenähert haben und inwiefern es sogar zu einem Gleichlauf kommt. Des Weiteren soll untersucht werden, wie sich dadurch bisherige Rechtsprobleme aufgelöst haben und inwiefern neue Fragestellungen hinzugekommen sind. Hierbei soll hinterfragt werden, ob durch das KAGB insbesondere im Bereich der (Prospekt-) Haftung eine Anhebung des Anlegerschutzniveaus zu verzeichnen ist.²

1 BT-Drucks. 17/12294, S. 2.

2 Siehe 4. Kapitel.

II. Gang der Untersuchung

Um die angesprochenen Rechtsfragen zu untersuchen, werden im ersten Kapitel zunächst die Begriffe der Investmenttreuhand und der Investmentgesamthand voneinander abgegrenzt und definiert. Dabei wird auch die spezifische historische Entwicklung dieser beiden Konstruktionsmodelle im deutschen Recht nachgezeichnet – von den ersten spezialgesetzlichen Normierungen bis hin zur gemeinsamen Regelung im KAGB –, um dabei bereits erste Problemfelder aufzuzeigen, die in den nachfolgenden Kapiteln näher betrachtet werden sollen.

Das zweite Kapitel beschäftigt sich mit der Zuordnung der Vermögensgegenstände in der Investmenttreuhand und der Investmentgesamthand sowie der Zuweisung und Ausgestaltung der Verwaltungstätigkeit. Auf diesem Wege wird analysiert, ob sich die beiden Untersuchungsobjekte im KAGB noch in ihrer ursprünglichen Form finden oder ob insoweit bereits eine Annäherung stattgefunden hat. Hierbei werden allerdings Teilvermögen, Master-Feeder-Konstruktionen und weitere Fonds-Sonderformen ausgeklammert, um einen unverfälschten Blick auf den Kern der Konstruktionsmodelle zu behalten.

Im darauffolgenden dritten Kapitel wird die Frage der Annäherung anhand der Untersuchung der Ausgestaltung der Anteile, deren möglicher Verbriefung sowie der Rückgabe weiterverfolgt. Darüber hinaus werden die sich hieraus ergebenden Folgen für die Anleger und deren Schutz näher betrachtet.

Im vierten Kapitel werden die Haftungskonstellationen in der Investmenttreuhand und Investmentgesamthand untersucht, um auch hieraus Erkenntnisse zu gewinnen, inwiefern sich die beiden Rechtsfiguren einander angenähert haben und ob sich hieraus eine Verbesserung des Anlegerschutzes ergibt.

Im abschließenden fünften Kapitel werden die Untersuchungsergebnisse zusammengefasst.

1. Kapitel Begriffsklärung und Entwicklung der Investmenttreuhand und der Investmentgesamthand

Im Folgenden sollen die Investmenttreuhand und die Investmentgesamthand zunächst jeweils begrifflich und anschließend in ihrer Herkunft und Entwicklung untersucht werden – von den ersten Konzepten im KAGG bis hin zum heute geltenden KAGB.

I. Begriffsbestimmung und Entwicklung der Investmenttreuhand

1. Begriffsbestimmung der Investmenttreuhand

Als Treuhandverhältnis wird in der deutschen Dogmatik ein gesetzliches oder vertraglich begründetes Rechtsverhältnis bezeichnet, bei dem ein Treuhänder dazu verpflichtet ist, Interessen – zumeist einzelne Rechte oder ein ganzes Vermögen zu verwalten – eines Anderen wahrzunehmen, und hierfür eine, im Außenverhältnis über das Innenverhältnis hinausgehende, Rechtsmacht erhält.³ Die deutsche Rechtsordnung muss sich zwar in vielen Situationen mit unterschiedlichen Treuhandkonstruktionen auseinandersetzen, bietet jedoch weder eine gesetzliche Legaldefinition noch ein eigenständiges und in sich abgeschlossenes Gesetz für die Treuhand.⁴ Stattdessen finden sich Treuhandkonstruktionen verteilt in den verschiedensten Rechtsgebieten, wie zum Beispiel im Insolvenz-, im Familien- und im Erbrecht.⁵ Dies ist allerdings gerade kein Indiz dafür, dass die Treuhand im deutschen Recht eine stiefmütterlich behandelte und vernachlässigte Rechtsfigur darstellt.⁶ Die Rechtsfigur der Treuhand kann auf

3 Vgl. *Coing*, Treuhand, S. 85; *Geibel*, Treuhandrecht, S. 7; *Gernhuber*, JuS 1988, 355 (355f.); *Löhnig*, Treuhandrecht, S. 1.

4 Vgl. BGH, Urf. v. 11.10.1976 - II ZR 119/75, BB 1977, 10 (ebd.); *Schilken* in Staudinger, Vor. §§ 164ff. BGB, Rn. 48.

5 Vgl. *Löhnig*, Treuhandrecht, S. 118, der beispielsweise die Insolvenzverwaltung, die elterliche Vermögenssorge, die Testamentsvollstreckung sowie das Verhältnis zwischen Vor- und Nacherbe als Treuhandverhältnisse beschreibt.

6 So wohl aber *Köndgen/Schmies*, WM 2004, Sonderbeilage Nr. 1, S. 3, welche die Treuhand als bisher »nie prominent« bezeichnen; *Schiemann* in FS Zöllner, S. 503 (505), dagegen räumt der Treuhand eine immer größer werdende Bedeutung ein.

eine lange rechtsgeschichtliche Entwicklung zurückblicken. Bereits das römische Recht kannte mit der *fiducia* ein dem *ius civile* zuzuordnendes Geschäft, bei welchem einer Person, dem sog. Fiduziar, eine oder mehrere Sachen zur Erreichung eines wirtschaftlichen Zwecks übertragen wurden.⁷ Der Fiduziar wurde hierbei voller Eigentümer der Sache und war gegenüber dem Fiduzianten verpflichtet, seine Verfügungen an dem wirtschaftlichen Zweck der Übertragung auszurichten.⁸ Zur Sicherung seiner Rechte musste sich der Fiduziant allerdings mit obligatorischen Ansprüchen gegen den Fiduziar begnügen.⁹

Um gegenüber der römischrechtlichen Treuhand eine bessere Sicherung der Rechte des Treugebers zu erreichen, ging die germanische Treuhandkonstruktion¹⁰ von einer auflösend bedingten Übertragung des Treuhandguts aus. Das Treugut wurde unter einer auflösenden Bedingung übertragen, so dass bei einer pflichtwidrigen Verfügung des Treuhänders, einem Gläubigerzugriff oder bei Zweckfortfall das Eigentum mit dinglicher Wirkung an den Treugeber zurückfiel.¹¹

Jedoch soll eine weitergehende Betrachtung der historischen Entwicklung der allgemeinen Treuhandkonstruktion im deutschen Recht nicht in den Blickpunkt dieser Arbeit gerückt werden, da diese bereits ausführlich von *Fischbach*¹², *Hein*¹³ und *Siebert*¹⁴ sowie einige Jahre später auch von *Kötz*¹⁵ und jüngst von *Löhnig*¹⁶ aufgearbeitet wurden. Vielmehr soll vor-

7 Vgl. *Bitter*, Rechtsträgerschaft, S. 2f.; *Coing*, Treuhand, S. 11f.; *Fischbach*, Treuhänder und Treuhandgeschäfte, S. 3f.; *Siebert*, Treuhandverhältnis, S. 34.

8 *Coing*, Treuhand, S. 11f.; *Fischbach*, Treuhänder und Treuhandgeschäfte, S. 4. *Siebert*, Treuhandverhältnis, S. 35.

9 Vgl. zu den ersten Treuhandkonstruktion in der *lex Salica* sowohl *Fischbach*, Treuhänder und Treuhandgeschäfte, S. 27ff. als auch *Siebert*, Treuhandverhältnis, S. 44f.

11 Vgl. hierzu umfassend *Siebert*, Treuhandverhältnis, S. 213ff.

12 *Fischbach*, Treuhänder und Treuhandgeschäfte, 1912.

13 *Hein*, Grundriß des Treuhandrechts, 1929.

14 *Siebert*, Das rechtsgeschäftliche Treuhandverhältnis: Ein dogmatischer und rechtsvergleichender Beitrag zum allgemeinen Treuhandproblem, 1933.

15 *Kötz*, Trust und Treuhand: Eine rechtsvergleichende Darstellung des anglo-amerikanischen trust und funktionsverwandter Institute des deutschen Rechts, 1963.

16 *Löhnig*, Treuhandrecht, 2008, S. 13ff., der allerdings von einer völligen Neuentstehung des deutschen Treuhandrechts im Verlauf des 19. Jahrhunderts ausgeht und die Kontinuität zu alten deutsch-rechtlichen Rechtsfiguren als reine Folge der Auseinandersetzung zwischen Romanisten und Germanisten betrachtet.

liegend nur die Treuhand in der spezifischen Konstellation der Investmenttreuhand betrachtet und zunächst begrifflich eingeordnet werden.

Im Hinblick auf den wirtschaftlichen Sinn und Zweck eines Treuhandverhältnisses ist zwischen einer Sicherungstreuhand und einer Verwaltungstreuhand zu unterscheiden. Im Rahmen einer Sicherungstreuhand – rechtlich ausgestaltet als Sicherungsübereignung oder Sicherungsabtretung – handelt der Sicherungsnehmer bzw. der Treuhänder in Bezug auf das Sicherungs- bzw. Treugut in eigenem Interesse.¹⁷ Im Gegensatz dazu handelt der Treuhänder im Rahmen der Verwaltungstreuhand nicht in eigenem, sondern im Interesse des Treugebers.¹⁸ Der Begriff der Investmenttreuhand beschreibt nicht unmittelbar eine rechtliche Einordnung, sondern zunächst nur einen wirtschaftlichen Verwendungszweck der Treuhand, der dann durch eine der rechtlichen Ausgestaltungsformen der Treuhand¹⁹ verwirklicht wird. Zum Zweck der Teilnahme am Kapitalmarkt werden die Anlagesummen der Kleinanleger gesammelt, um die Synergien einer gemeinsamen Anlage ausschöpfen zu können und dadurch auch der breiten Bevölkerung einen Zugang zur Beteiligung an einem breit gestreuten Wertpapierportfolio zu ermöglichen.²⁰ Dieses eingesammelte Kapital wird dann von einer Verwaltungsgesellschaft treuhänderisch für die Anleger verwaltet. Zwar gab es auch schon vor der Einführung des KAGG²¹ Treuhänder, die für ihre Treugeber insbesondere auch im Bereich von Grundstücken oder Wertpapieren eine einfache Vermögensverwaltung übernommen haben.²² So wurden bereits zwischen 1949 und 1957 – damit vor der Einführung des KAGG – fünf Investment-

17 Vgl. *Coing*, Treuhand, S. 89; *Geibel*, Treuhandrecht, S. 3; *Gernhuber*, JuS 1988, 355 (356f.); *Henssler*, AcP 196 (1996), 37 (42); *Schäcker*, Investmentsparen, S. 59.

18 Vgl. *Geibel*, Treuhandrecht, S. 3f.; *Gernhuber*, JuS 1988, 355 (356f.); *Henssler*, AcP 196 (1996), 37 (42); *Schäcker*, Investmentsparen, S. 59; *Schubert* in MüKo BGB, § 164 BGB, Rn. 51.

19 Zur Frage der rechtlichen Ausgestaltung und insbesondere zur Frage, ob das Verhältnis zwischen der Verwaltungsgesellschaft und den Anlegern auch als Treuhandverhältnis, in Form eines Ermächtigungstreuhandverhältnisses, zu qualifizieren ist, wenn das Sondervermögen im Eigentum der Anleger steht (sog. Miteigentumslösung), siehe unten 2. Kapitel I.

20 Vgl. hierzu *Neuburger* in *Siara/Tormann*, KAGG, S. 9.

21 BGBl. I 1957, S. 378.

22 *Siebert*, Treuhandverhältnis, S. 29, bezeichnet diese Konstellation der einfachen Vermögensverwaltung als die »älteste und wohl auch natürlichste« Treuhandkonstellation.

gesellschaften in Deutschland gegründet.²³ Aber erst mit der Einführung des KAGG hat sich der Begriff der Investmenttreuhand etabliert und über die Jahre verfestigt. Demnach ist unter der Investmenttreuhand die Treuhänderstellung einer Verwaltungsgesellschaft zu verstehen, die das bei ihr eingelegte Vermögen, in Form eines von ihrem Vermögen getrennten Sondervermögens, für gemeinschaftliche Rechnung der Anteilinhaber verwaltet.²⁴ Die Investmenttreuhand ist somit im Hinblick auf ihre wirtschaftliche Ausrichtung eine spezialgesetzlich ausgeprägte Form der Verwaltungstreuhand.²⁵

2. Historische Entwicklung der Investmenttreuhand

Auch wenn damit der begriffliche Rahmen der Investmenttreuhand seit 1957 feststeht, soll zunächst ein kurzer Blick auf die Einflüsse des anglo-amerikanischen *Trust*rechts auf die Investmenttreuhand sowie auf die historische Entwicklung der Investmenttreuhand vom KAGG hin zum KAGB geworfen werden. Dabei sollen insbesondere diejenigen Konstellationen und Problempunkte angeschnitten werden, die im späteren Teil der Arbeit genauer analysiert werden.

a) Einflüsse des anglo-amerikanischen Trustrechts auf das Modell der Investmenttreuhand

Bereits Mitte des 19. Jahrhunderts erkannte man in Großbritannien die Vorzüge einer gebündelten Kapitalanlage und gründete 1860 die erste Investmentgesellschaft, die *Scottish-American Investment Company*.²⁶ Noch bevor der deutsche Gesetzgeber sich zu Beginn des 20. Jahrhunderts für ein geeignetes Modell zur Regelung von Investmentfonds entscheiden

23 *Von Caemmerer*, JZ 1958, 41 (44); *Consbruch*, BB 1957, 337 (ebd.); *Geßler*, WM 1957, Sonderbeilage Nr. 4, S. 10; *Neuburger* in *Siara/Tormann*, KAGG, S. 8; *Reuter*, Investmentfonds, S. 30; *Tormann*, Investmentgesellschaften, S. 15.

24 Vgl. *Bitter*, Rechtsträgerschaft, S. 38f.; *Geibel*, Treuhandrecht, S. 73.

25 Vgl. *Geibel* in *Derleder/Knops/Bamberger*, Handbuch Bankrecht (3. Aufl.), § 58, Rn. 29; vgl. auch *Zeller* in *Brinkhaus/Scherer*, § 6 KAGG, Rn. 5.

26 *Klett*, Trust-Struktur, S. 70; *Neuburger* in *Siara/Tormann*, KAGG, S. 6; *Reuter*, Investmentfonds, S. 16f.; *Schäcker*, Investmentsparen, S. 15; *Tormann*, Investmentgesellschaften, S. 13; zu früheren Formen der kollektiven Vermögensanlage siehe *Zetsche*, Vermögensanlage, S. 275ff.

konnte, sah sich der US-amerikanische Gesetzgeber – vor allem aufgrund der Folgen des Börsencrashes von 1929 – bereits zum Handeln gezwungen.²⁷ Die bisher weitgehend allzu lockeren Regelungen bezüglich Investmentfonds wurden insbesondere durch den *Investment Company Act*²⁸ von 22.08.1940 deutlich verschärft.²⁹ Hierbei entschied sich der amerikanische Gesetzgeber für ein korporatives Grundkonzept, welches er zusätzlich mit treuhandrechtlichen Elementen versah.³⁰

In Deutschland fand sich bis zu Beginn der 1920er-Jahre weder ein Interesse seitens der Bevölkerung am Investmentsparen noch ein wirtschaftlich relevantes Unternehmen zur Umsetzung dieses Vorhabens.³¹ Mit zunehmendem Interesse kamen auch erste Regelungsversuche auf. So hatte der Gesetzgeber in Deutschland zwar bereits 1930/31 versucht, eine Regelung für Kapitalverwaltungsgesellschaften auf aktienrechtlicher und damit korporativer Basis zu schaffen³², scheiterte mit diesem Vorhaben aber aus aktien- und steuerrechtlichen Gründen.³³ Mit der Schaffung des KAGG im Jahr 1957 sollte die bis dato »nicht befriedigende Lage auf dem Kapitalmarkt«³⁴ geregelt und dadurch auch einem breiten Teil der deutschen Bevölkerung das Investmentsparen ermöglicht werden.³⁵ Zwar war die Orientierung am amerikanischen Vorbild nicht zu leugnen, aber wie der erste Versuch 1930/31 bereits gezeigt hatte, in Form eines korporativen Modells in Deutschland nicht eins-zu-eins umsetzbar.³⁶ In der Folge entschied

27 Vgl. *Klett*, Trust-Struktur, S. 76f.

28 76th Congress No. 768, 15 U.S.C. § 80 a; letzte Änderung durch den Dodd-Frank Act vom 21.07.2010, 111th Congress No. 203.

29 *Kern*, Typizität, S. 410f.; *Klett*, Trust-Struktur, S. 77f.; *Neuburger* in *Siara/Tormann*, KAGG, S. 6f.; *Reuter*, Investmentfonds, S. 22ff.; *Roth*, Treuhandmodell, S. 15f.; *Schäcker*, Investmentsparen, S. 21ff.; *Zetzsche*, Vermögensanlage, S. 316ff.

30 *Von Caemmerer*, JZ 1958, 41 (42); *Roth*, Treuhandmodell, S. 16.

31 Siehe *Reuter*, Investmentfonds, S. 26; *Schäcker*, Investmentsparen, S. 23; *Tormann*, Investmentgesellschaften, S. 15.

32 Vgl. dazu *Baur*, Investmentgesetze (1. Aufl.), S. 78f.; *Reuter*, Investmentfonds, S. 29f.

33 Siehe hierzu den ausführlichen Bericht des Abgeordneten *Neuburger*, BT-Drucks. II/2973 (neu), S. 1f. sowie *von Caemmerer*, JZ 1958, 41 (43f.); *Tormann*, Investmentgesellschaften, S. 15; vgl. auch *Kern*, Typizität, S. 404; *ders.*, Wertpapiere, S. 165 sowie *Zetzsche*, Vermögensanlage, S. 341.

34 BT-Drucks. II/2973 (neu), S. 1.

35 Vgl. Bericht des Abgeordneten *Neuburger*, BT-Drucks. II/2973 (neu), S. 1; vgl. auch *Consbruch*, BB 1957, 337 (ebd.).

36 Dies wird vor allem in dem Bericht des Abgeordneten *Neuburger*, BT-Drucks. II/2973 (neu) und der immer wiederkehrenden Bezugnahme auf die wirtschaftliche und rechtliche Situation in den USA deutlich.

sich der deutsche Gesetzgeber für eine reine Treuhandlösung und kodifizierte diese im KAGG vom 16. April 1957.³⁷ Allerdings auch im Hinblick auf diese treuhänderische Ausgestaltung hatten sich die Abgeordneten, insbesondere im Rahmen von zwei Studienreisen in die USA, von der amerikanischen Investmentsituation inspirieren lassen. Speziell die Regelung der Anlage nach dem Prinzip der Risikomischung, die Fremddeponierung zur Sicherung der Anlagemittel, die steuerlich günstige Ausgestaltung, trotz Zwischenschaltung einer Kapitalgesellschaft, sowie das sog. »open-end-Prinzip« und die formelle Rechtsträgerschaft des Fondsvermögens durch die Kapitalanlagegesellschaft (in der Ausgestaltung nach § 6 I 2 Var. 1 KAGG (1957)) sind stark an das anglo-amerikanische *Trustrecht*³⁸ angelehnt.³⁹

b) Entwicklung der Investmenttreuhand vom KAGG zum KAGB

aa) Die erstmalige Regelung durch das KAGG

Mit dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften vom 16.04.1957 erfuhr das Investmentrecht in Deutschland erstmals eine spezialgesetzliche Regelung.⁴⁰ Die Schaffung eines Sondervermögens in formeller Rechtsträgerschaft der Kapitalanlagegesellschaft (KAG) bildete hierbei einen der Kernpunkte der investmentrechtlichen Treuhand im KAGG.⁴¹ Nach § 1 I KAGG (1957) waren Kapitalanlagegesellschaften Unternehmen, deren Geschäftsbereich darauf gerichtet war, das bei ihnen eingelegte Geld der Anleger im eigenen Namen und für gemeinschaftliche Rechnung derselben nach dem Grundsatz der Risikomischung anzulegen sowie den Anlegern entsprechende Anteilscheine auszustellen. Dabei bildeten das eingelegte Geld und die damit erworbenen Wertpapiere nach § 6 I 1

37 *Von Caemmerer*, JZ 1958, 41 (43f.).

38 Für eine tiefergehende Bearbeitung der Bezüge der (allgemeinen) Treuhand zum *Trustrecht* darf vor allem auf die Arbeiten von *Fischbach*, *Treuhand* und *Treuhandgeschäfte*, 1912 sowie *Kötz*, *Trust und Treuhand*, 1963, verwiesen werden.

39 Vgl. hierzu *Kern*, *Typizität*, S. 405f.; *Klett*, *Trust-Struktur*, S. 99; *Reuter*, *Investmentfonds*, S. 22; *Roth*, *Treuhandmodell*, S. 112 u. 149, der sogar von der Schaffung einer spezifischen Form des angelsächsischen *Trust* spricht; *Neuburger* in *Siara/Tormann*, KAGG, S. 9.

40 Vgl. *Köndgen* in *Berger/Steck/Lübbelhusen*, *InvG Einl.*, Rn. 17; *Reuter*, *Investmentfonds*, S. 32.

41 *Siara/Tormann*, KAGG, S. 31.

KAGG (1957) ein Sondervermögen, welches nach § 6 I 2 KAGG (1957) entweder im Eigentum der Kapitalanlagegesellschaft (sog. Treuhandlösung) oder im Eigentum der Anleger (sog. Miteigentumslösung) stehen konnte. Unabhängig von der dinglichen Zuordnung des Anlagevermögens war die Kapitalanlagegesellschaft für die Anlage und Verwaltung desselben zuständig, § 1 I KAGG (1957). Das Sondervermögen war dabei nach § 9 II 1 KAGG (1957) derart von dem eigenen Vermögen der Kapitalanlagegesellschaft getrennt, dass diese zwar nach § 8 I 1 KAGG (1957) darüber verfügen durfte, das Sondervermögen aber nicht für Verbindlichkeiten aus Rechtsgeschäften für Rechnung der Anleger haftete.⁴² Durch die nun neugeschaffene Treuhandlösung nach § 6 I 2 Var. 1 KAGG (1957) wurde erstmals ein (Sonder-) Vermögen geschaffen, welches zwar nicht im Eigentum der Anleger stand, aber im Fall eines Konkurses der KAG nicht dem Zugriff ihrer Gläubiger ausgesetzt war, §§ 9 II, IV, 10 I, 11 VIII, 12 III KAGG (1957).⁴³ Eine weitere Kernregelung des KAGG stellte § 11 KAGG (1957) und die darin enthaltene Einführung des sog. Investmentdreiecks dar. Um eine größere Sicherheit für die Anleger zu erreichen, wurden die Fondsverwaltung und die Fondsverwahrung zwischen KAG und Depotbank aufgeteilt; diese bildeten zusammen mit dem Anleger das sog. Investmentdreieck.⁴⁴

Das KAGG in der Fassung vom 14. April 1957 regelte diese spezialgesetzliche Materie in lediglich 29 Paragraphen und war damit gegenüber dem amerikanischen Vorbild, das aus 75 Paragraphen und 53 Paragraphen Durchführungsvorschriften⁴⁵ bestand, deutlich kürzer.⁴⁶

42 Vgl. hierzu *Baur*, Investmentgesetze (1. Aufl.), S. 152 sowie *Scherer* in *Brinkhaus/Scherer*, § 9 KAGG Rn. 6, die zutreffend darauf hinweisen, dass sich im Fall der Treuhandlösung das Verfügungsrecht der Kapitalanlagegesellschaft bereits aus der Eigentümerstellung ergibt und § 8 I 1 KAGG (1957) somit diesbezüglich eine rein deklaratorische Bedeutung zukommt; eine konstitutive Bedeutung ergibt sich lediglich bei der Wahl der Miteigentumslösung nach § 6 I 2 Var. 2 KAGG (1957).

43 *Siara/Tormann*, KAGG, S. 32; vgl. auch *Kern*, Wertpapiere, S. 168.

44 Vgl. hierzu *Emde* in *Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher*, InvG Einl., Rn. 27; *Köndgen* in *Berger/Steck/Lübbehüsen*, InvG Einl., Rn. 18; *Schäcker*, Investmentsparen, S. 40; *Tormann*, Investmentgesellschaften, S. 33.

45 Vgl. auch *Neuburger* in *Siara/Tormann*, KAGG, S. 7, der bezüglich des Investment Company Act nicht weniger als 300 Paragraphen zählt.

46 Vgl. *Gefßler*, WM 1957, Sonderbeilage Nr. 4, S. 11, der das KAGG gegen den Vorwurf der Überregulierung und des Gesetzesperfektionismus verteidigt.